

**Phạm Thế Anh,**  
**Kinh tế trưởng**  
T: + 84 (4) 3726 2600  
E: Anh.PhamThe@tls.vn

**Trần Thị Thanh Thảo,**  
**Chuyên viên phân tích**  
+ 84 (4) 3726 2600  
E: Thao.TranThiThanh@tls.vn

**TLS Vietnam Research**  
Website: [www.tls.vn](http://www.tls.vn)  
Bloomberg: TLSV<GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

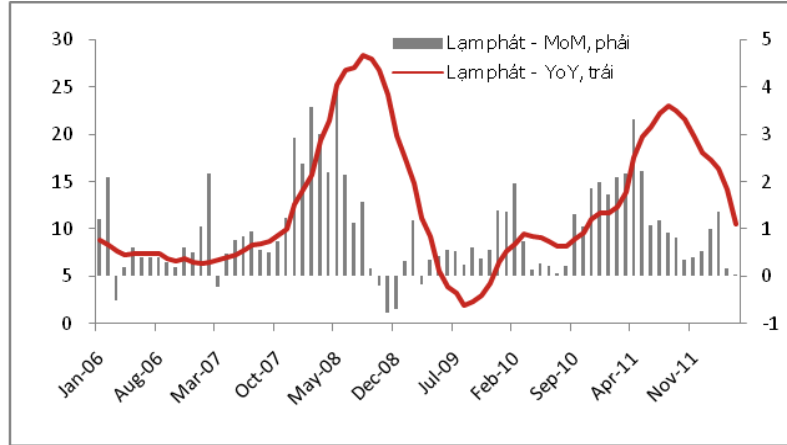
**TÓM TẮT**

- CPI tháng 4 chỉ tăng nhẹ 0,05% so với tháng 3. Lạm phát so với cùng kì năm trước đã giảm mạnh xuống còn 10,54%;
- Sản lượng công nghiệp tháng 4 tăng xấp xỉ 7,5% so với cùng kỳ;
- Thâm hụt thương mại tháng 4 ở mức thấp, xấp xỉ 0,4 tỷ \$;
- FDI đăng ký và giải ngân của tháng 4 lần lượt vào khoảng 1,63 tỷ \$ và 1,1 tỷ \$, tăng đáng kể so với cùng kỳ năm trước;
- Tỷ giá VND/USD tăng nhẹ trong tháng 4;
- Khoảng 12,98 ngàn tỷ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và 2,3 ngàn tỷ đồng trái phiếu chính phủ bảo lãnh (TPCPBL) được phát hành thành công trong tháng 4;
- Ngân hàng Nhà Nước (NHNN) hút ròng khoảng 3,53 ngàn tỷ đồng qua thị trường mở và 38,9 ngàn tỷ đồng qua tín phiếu trong tháng 4;
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát tháng 5 so với cùng kỳ năm trước sẽ giảm mạnh xuống còn khoảng 8,5%, mở ra cơ hội giảm tiếp của lãi suất huy động.

**LẠM PHÁT**

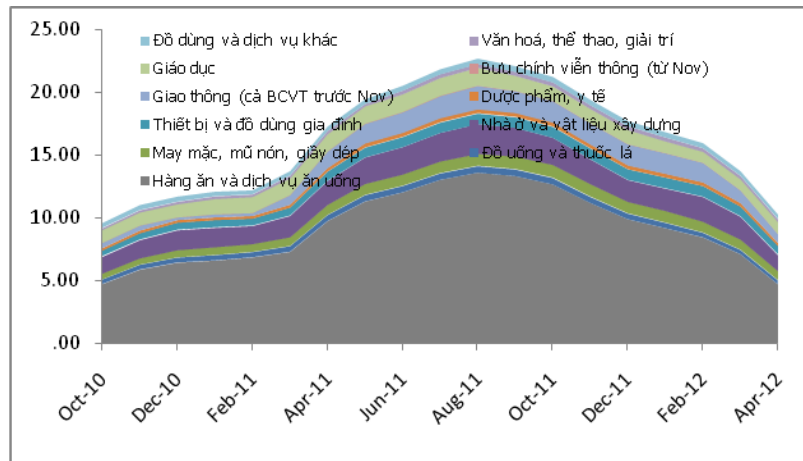
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của tháng 4 được chính thức công bố tăng khoảng 0,05% so với tháng trước đó. Lạm phát theo tháng giảm mạnh nhờ vào sự giảm giá của nhóm hàng ăn & dịch vụ ăn uống và nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng. Đáng chú ý, lạm phát tháng 4 so với cùng kỳ năm ngoái tiếp tục giảm mạnh xuống còn xấp xỉ 10,54%, thấp hơn nhiều so với mức 14,15% trong tháng 3.

**Hình 1: Lạm phát theo tháng (%)**



Nguồn: GSO

**Hình 2: Đóng góp của các nhóm hàng vào lạm phát (% , so với cùng kì)**

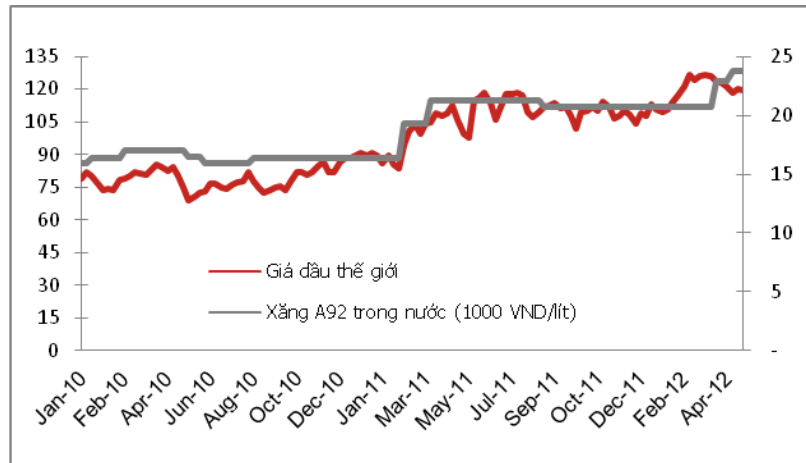


Nguồn: GSO

Đóng góp nhiều nhất vào lạm phát tháng 4 vẫn là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống, chiếm khoảng 45% trong mức tăng 10,54% của CPI. Giá cả nhóm hàng này giảm khá mạnh so với tháng 3 do người dân thực hiện cắt giảm chi tiêu trong điều kiện khó khăn chung của nền kinh tế. Nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng và nhóm dịch vụ giao thông đóng góp lần lượt 12% và 7% trong tổng mức tăng giá chung. Giá nhóm hàng giáo dục đóng góp khoảng 10% trong tổng mức tăng CPI.

Giá dầu thô thế giới giảm nhẹ từ mức 125 \$/thùng trong tháng 3 xuống còn khoảng 120 \$/thùng trong tháng 4 do những thông tin không tích cực về tăng trưởng kinh tế cũng như tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ và châu Âu. Bên cạnh đó, áp lực lên giá dầu cũng giảm bớt khi Iran đồng ý đàm phán lại về việc ngừng chương trình hạt nhân tại nước này. Bất chấp sự giảm giá của dầu thô thế giới, giá xăng trong nước vẫn được điều chỉnh tăng từ mức 22.900 đồng/lít lên mức 23.800 đồng/lít trong tháng 4. Giá xăng nội địa tăng được dự báo là sẽ tác động gián tiếp làm tăng lạm phát theo tháng trong thời gian tới.

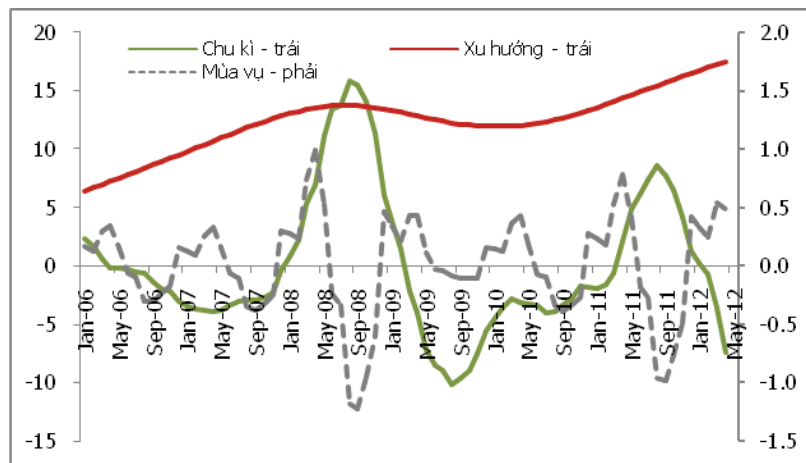
**Hình 3: Giá dầu thô thế giới (FOB) và giá xăng dầu trong nước (A92)**



Nguồn: EIA và MoF

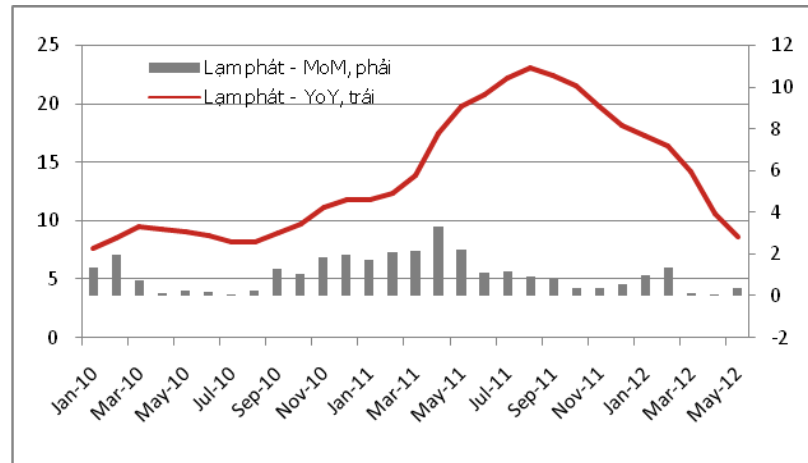
Phân rã lạm phát theo các thành phần khác nhau cho thấy thành mùa vụ đã chững lại trong những tháng vừa qua. Dự kiến thành phần này sẽ giảm trong những tháng tới. Trong khi đó, thành phần chu kỳ tiếp tục xu hướng giảm. Dự kiến, với những điều chỉnh giá một loạt mặt hàng thiết yếu như xăng dầu và y tế gần đây thì thành phần này có thể sẽ tăng trở lại đôi chút. Tuy nhiên, mức cầu tiêu thụ thấp sẽ tiếp tục giữ thành phần này ở mức thấp. Các mô hình dự báo của chúng tôi cho thấy nhiều khả năng CPI của tháng 5/2012 sẽ tăng khoảng 0,4% so với tháng 4 và tăng 8,5% so với cùng kỳ năm trước.

**Hình 4: Phân rã lạm phát (% , so với cùng kì)**



Nguồn: GSO và tính toán của tác giả

**Hình 5: Dự báo lạm phát năm 2012 (% , so với cùng kì)**

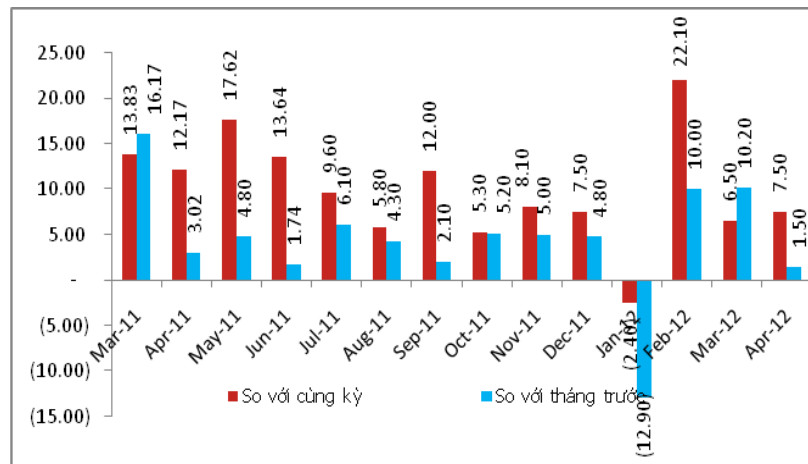


Nguồn: Tính toán của tác giả

**CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC**

Sản lượng công nghiệp tháng 4 tăng xấp xỉ 1,5% so với tháng 3 và tăng 7,5% so với cùng kỳ năm trước. Chỉ số sản xuất công nghiệp 4 tháng đầu năm cũng chỉ tăng 4,3% so với cùng kỳ, thấp hơn nhiều so với con số này trong năm 2011 là 10%. Chỉ số tồn kho tại thời điểm đầu tháng 4 của ngành công nghiệp chế biến tăng tới 32,1% so với cùng kỳ năm trước. Như vậy, sản xuất công nghiệp từ đầu năm đến nay gặp rất nhiều khó khăn khi tiêu dùng trong nước giảm dần đến hàng tồn kho tăng mạnh. Bên cạnh đó, lãi suất cho vay vẫn ở mức cao khiến cho doanh nghiệp khó tiếp cận nguồn vốn để duy trì hoạt động kinh doanh.

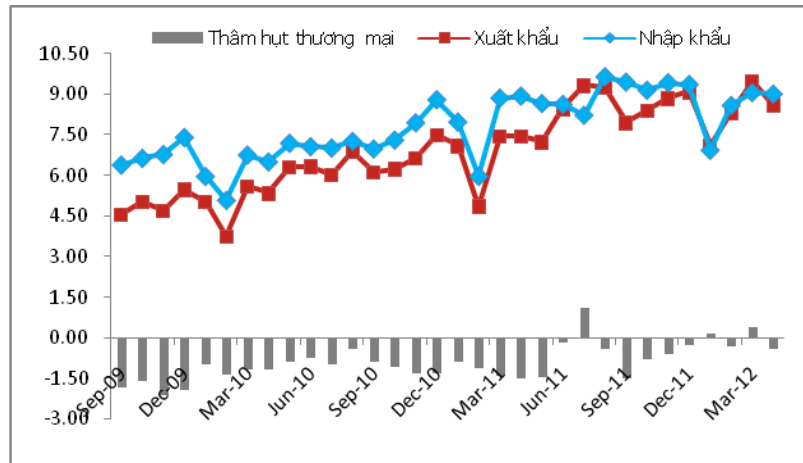
**Hình 6: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp 2011-2012 (%)**



Nguồn: GSO

Kim ngạch xuất khẩu tháng 4 ở mức thấp, đạt khoảng 8,6 tỷ USD và giảm 9% so với tháng trước. Giá trị nhập khẩu tháng 4 ước đạt 9 tỷ USD, giảm 0,6% so với tháng 3. Xuất khẩu giảm mạnh hơn nhập khẩu đã khiến cho thâm hụt thương mại tháng 4 đạt xấp xỉ 0,4 tỷ \$ thay vì mức thặng dư 0,42 tỷ \$ của tháng trước. Mức nhập siêu thấp trong 4 tháng đầu năm cho thấy phần nào sự giảm sút của sản xuất trong nước do nhóm nguyên vật liệu đầu vào cho ngành công nghiệp chiếm tỷ trọng đáng kể trong các loại hàng hóa nhập khẩu vào Việt Nam.

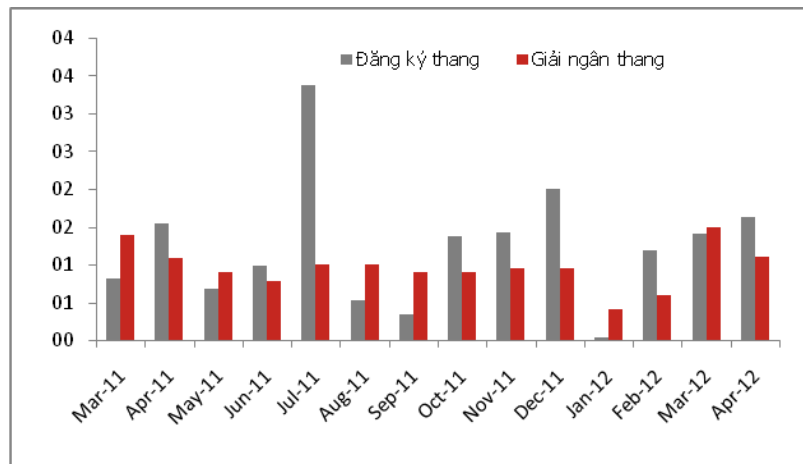
**Hình 11: Thương mại quốc tế (tỉ \$)**



Nguồn: GSO

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI tăng khá trong tháng 4, đạt xấp xỉ 1,63 tỷ \$ vốn đăng ký và 1,1 tỷ \$ giải ngân. Từ đầu năm đến nay, FDI thu hút được cũng ở mức khá cao, xấp xỉ 4,27 tỷ \$ vốn đăng ký và 3,6 tỷ \$ giải ngân. Như vậy, lượng vốn FDI thu hút đã cải thiện rõ rệt so với đầu năm do tình hình kinh tế trong nước có nhiều thay đổi tích cực như lạm phát giảm mạnh, tỷ giá được duy trì ổn định. Tuy nhiên, vốn FDI đăng ký trong 4 tháng đầu năm 2012 chỉ xấp xỉ 68,5% cùng kỳ năm ngoái do các nền kinh tế lớn trên thế giới cũng đang gặp nhiều khó khăn. Đáng chú ý, dòng vốn có dấu hiệu quay trở lại lĩnh vực sản xuất chế biến, chiếm 55,6% vốn đăng ký từ đầu năm đến nay.

**Hình 12: Đầu tư trực tiếp nước ngoài hàng tháng (tỉ \$)**

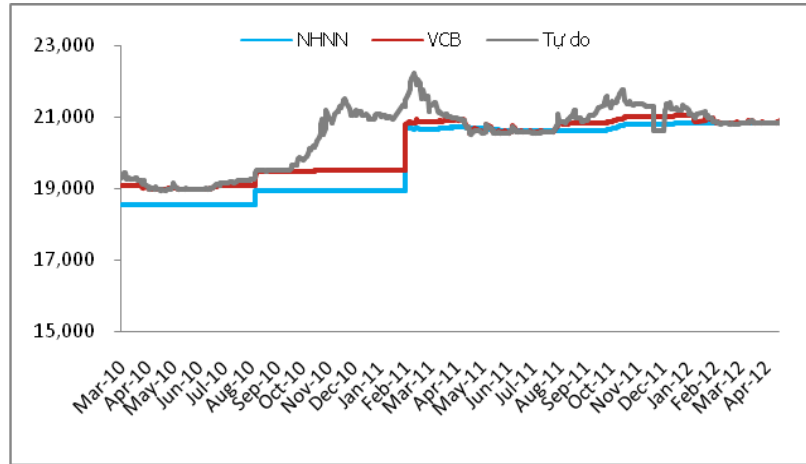


Nguồn: GSO

**CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH**

Tỷ giá VND/USD tăng nhẹ vào cuối tháng 4 do ảnh hưởng của một số quy định mới về việc kinh doanh ngoại tệ được NHNN ban hành. Trước khi thông tư số 03/2012/TT-NHNN và số 07/2012/TT-NHNN có hiệu lực, các doanh nghiệp đã tăng cường vay hoặc mua vào USD do sau ngày 2/5 việc cho vay ngoại tệ bị thắt chặt hơn trước. Các ngân hàng thương mại cũng tranh thủ mua USD để đảm bảo chấp hành quy định mới của NHNN về trạng thái ngoại tệ 20% của tổ chức tín dụng từ đầu tháng 5. Bên cạnh đó, sự sụt giảm liên tục của lãi suất huy động VND thời gian qua cũng khiến cho USD trở nên hấp dẫn hơn so với VND. Theo đó, tỷ giá VND/USD chính thức tăng nhẹ lên mức 20.890 và tỷ giá tự do vào khoảng 20.870.

**Hình 13: Tỷ giá bán VND/USD**



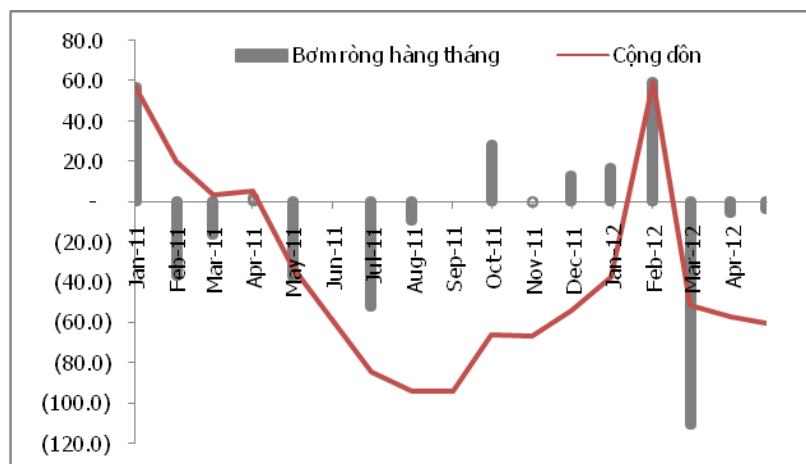
Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

Lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh khoảng 2% so với tháng 3 ở hầu hết các kỳ hạn, dao động quanh mức 3-4% đối với kỳ hạn qua đêm, 4-5% với kỳ hạn 1 tuần, 5-6% kỳ hạn 2 tuần và 7-8% cho kỳ hạn 1 tháng. Hiện tại, tiền đang dư thừa trong hệ thống ngân hàng do doanh nghiệp hạn chế đi vay với lãi suất cao trong khi hàng hóa sản xuất ra không tiêu thụ được. Các ngân hàng lớn cũng hạn chế cho vay liên ngân hàng do tình hình nợ xấu trên thị trường II vẫn chưa cải thiện.

Trong tháng 4, NHNN không những giảm các mức lãi suất chủ chốt bao gồm trần lãi suất huy động VNĐ, lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng xuống thêm 1% mà còn quy định trần lãi suất cho vay 15% cho một số lĩnh vực cụ thể. Mặc dù phạm vi tác động của trần lãi suất cho vay còn hạn chế, chính sách này thể hiện quyết tâm của NHNN nhằm tháo gỡ khó khăn về vốn cho doanh nghiệp. Với dự báo CPI theo năm sẽ giảm mạnh xuống còn 8,5% trong tháng 5, chúng tôi cho rằng nếu điều này xảy ra thì sẽ là cơ hội để trần lãi suất huy động giảm xuống còn 10-11% trong tháng tới.

Do thanh khoản hệ thống ngân hàng đang dồi dào, NHNN tiếp tục hút ròng một lượng tiền lớn qua thị trường mở và tín phiếu. Lượng hút ròng trong tháng 4 đạt xấp xỉ 3,53 ngàn tỷ đồng qua nghiệp vụ Repos và 38,9 ngàn tỷ đồng qua tín phiếu. Tuy nhiên, các ngân hàng không hào hứng với các khoản vay trên OMO do lãi suất ở mức 12% khá cao so với lãi suất liên ngân hàng ở thời điểm hiện tại. Trong điều kiện nhiều ngân hàng vẫn đang dư tiền đồng nhưng không cho vay ra được, nhiều khả năng NHNN sẽ hạn chế phát hành tín phiếu nhằm gây sức ép hạ lãi suất và hướng dòng vốn tới các doanh nghiệp được nhiều hơn trong thời gian tới.

**Hình 14: Lượng bơm ròng qua OMO hàng tháng (ngàn tỷ đồng)**

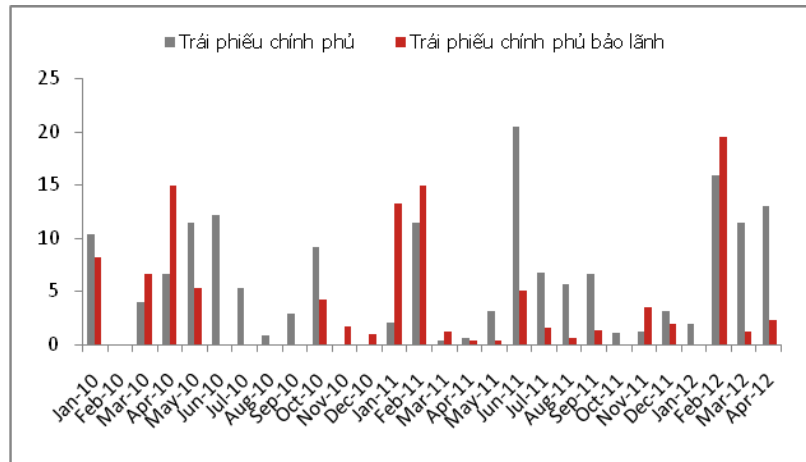


Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Lãi suất liên ngân hàng và lãi suất tín phiếu giảm mạnh đã giúp cho thị trường trái phiếu sơ cấp sôi động trở lại. Khoảng 12,98 ngàn tỷ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và 2,3 ngàn tỷ đồng trái phiếu chính phủ bảo lãnh (TPCPBL) được phát hành thành công trong tháng 4. Tỷ lệ trúng thầu TPCP ở các kỳ hạn 2, 3 và 5 năm gần như đều đạt 100% và lợi suất trúng thầu trái phiếu KBNN giảm nhẹ xuống còn 10,4%. Thị

trường trái phiếu được dự báo sẽ tiếp tục sôi động trong tháng tới do một lượng khá lớn TPCP sẽ đáo hạn trong quý 2 và các nhà đầu tư kỳ vọng lãi suất sẽ giảm từ nay đến cuối năm.

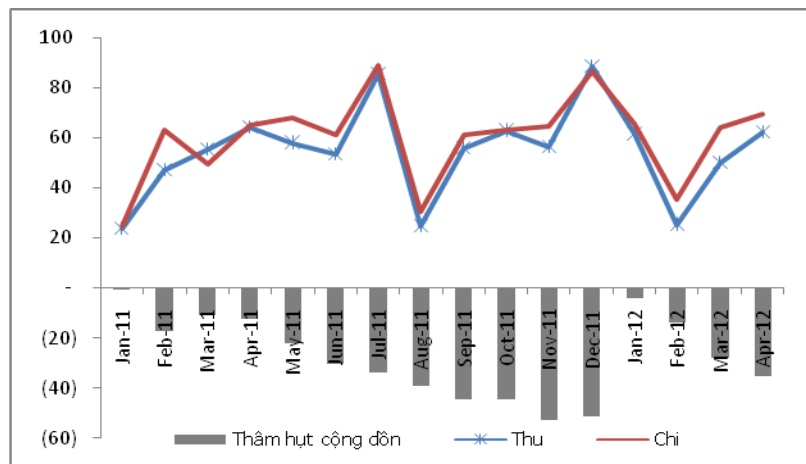
**Hình 15: Phát hành TPCP và TPCP bảo lãnh (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: HNX và khác

Tổng thu ngân sách Nhà nước trong tháng 4 đạt xấp xỉ 62 ngàn tỷ đồng và tổng chi NSNN vào khoảng 69,3 ngàn tỷ đồng. Thu NSNN tháng này tăng khá so với tháng trước do đây là thời điểm các doanh nghiệp thực hiện nộp thuế thu nhập cho quý 1. Theo đó, bội chi ngân sách tháng 3 xấp xỉ 7,3 ngàn tỷ, tương đương với 52% mức bội chi tháng trước. Thâm hụt NSNN từ đầu năm đến nay vào khoảng 35,3 ngàn tỷ đồng, chiếm gần 25,2% mức dự toán bội chi năm 2012.

**Hình 16: Thu, chi NSNN (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: GSO

**PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO**

|                          | T6     | T7     | T8     | T9     | T10    | T11    | T12    | T1     | T2     | T3     | T4     | T5_F   |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| GDP (% , YoY, cộng dồn)  | 5,57   |        |        | 5,76   |        |        | 5,89   |        |        | 4      |        |        |
| Sản lượng CN (% , yoy)   | 13,6   | 9,6    | 5,8    | 12     | 5,3    | 8,1    | 7,5    | (2,4)  | 22,1   | 6,5    | 7,5    |        |
| Xuất khẩu (triệu \$)     | 8.460  | 9.323  | 9.247  | 7.940  | 8.390  | 8.850  | 9.090  | 7095   | 8200   | 9479   | 8600   |        |
| Nhập khẩu (triệu \$)     | 8.620  | 8.221  | 9.643  | 9.450  | 9.140  | 9.420  | 9360   | 6923   | 9000   | 9055   | 9000   |        |
| Thâm hụt TM (triệu \$)   | 160    | 1.102  | 396    | 1500   | 750    | 570    | 270    | (170)  | 800    | 420    | 400    |        |
| FDI cam kết (triệu \$)   | 980    | 3380   | 520    | 340    | 1.370  | 1.610  | 2.000  | 37,3   | 1190   | 1400   | 1630   |        |
| FDI giải ngân (triệu \$) | 780    | 1000   | 1000   | 900    | 900    | 950    | 950    | 400    | 600    | 1500   | 1100   |        |
| Lạm phát (% , mom)       | 1,09   | 1,17   | 0,93   | 0,82   | 0,36   | 0,39   | 0,53   | 1      | 1,37   | 0,16   | 0,05   | 0,4    |
| Lãi suất OMO (%)         | 14     | 14     | 14     | 14     | 14     | 14     | 14     | 14     | 14     | 13     | 12     | 11     |
| VND/USD (VCB, cuối kì)   | 20.585 | 20.600 | 20.832 | 21.832 | 21.008 | 21.008 | 21.033 | 21.000 | 21.100 | 20.830 | 20.890 | 20.900 |

## SẢN PHẨM

Sản phẩm này cập nhật những diễn biến mới nhất của nền kinh tế Việt Nam. Báo cáo tập trung vào các vấn đề kinh tế vĩ mô quan trọng như lạm phát, tăng trưởng kinh tế, cân cân thương mại, tỷ giá và các chính sách vĩ mô. Báo cáo này cũng dự báo những biến số ảnh hưởng lớn đến thị trường chứng khoán.

## KHOI NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin The Investor Daily.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG



Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp trong nước. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới kể từ năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty vừa trong nước.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tòa nhà Thăng Long, 98 Ngụy Như Kon Tum, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam. Phone: + 84 (4) 3726 2600.  
Website: [www.tls.vn](http://www.tls.vn). Bloomberg: TLSV <GO>

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:** Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Tp Hồ Chí Minh.  
Phone: +84(8) 3910 6411.

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền.TLS 2000-2010,TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của TLS.